

La politique de *stock-options* des entreprises familiales cotées : quelques résultats empiriques

Gérard HIRIGOYEN

Thierry POULAIN-REHM*

Université Montesquieu-Bordeaux IV

Correspondance :

Institut Régional de Gestion
et d'Administration des Entreprises
35, place Pey-Berland, 33076 Bordeaux Cedex
Tél. : 05.56.00.45.67

Résumé : Cet article expose les principaux résultats d'une étude empirique centrée sur les spécificités de la politique de *stock-options* des entreprises familiales cotées, en France. Elle s'appuie sur le BALO et sur une enquête menée auprès de 61 entreprises, dont 24 familiales. Les résultats sont contrastés : si une proportion non négligeable d'entreprises familiales cotées alloue des *stock-options*, les pratiques d'attribution en leur sein restent assez sélectives. En outre, si les objectifs affichés sont résolument participatifs, les caractéristiques incitatives des plans d'options sont partielles, et les effets estimés par les responsables d'entreprise en termes d'alignement des intérêts et de fidélisation apparaissent contradictoires. De manière générale, l'étude révèle une homogénéité de la politique de *stock-options* des entreprises françaises cotées.

Mots-clés : *stock-options* – entreprises familiales – participation, incitation – fidélisation.

Abstract : This study investigates whether quoted family firms present particularities in stock options policy, in France. This research, which suggests a definition of family firms, is based on the analysis of the *Bulletin des Annonces Légales Obligatoires* and on a survey of 61 firms (24 family-controlled and 37 non-family-controlled firms). The results are ambiguous : while many family firms grant employee stock options, their policies are generally selective. Moreover, even if family-controlled firms look for participative management with stock options, the effects in terms of incentive implications and development of loyalty are contradictory. The results show that family and non-family-controlled firms have the same conduct as regard to stock options.

Key words : stock options – family firms – participation – incentives – development of loyalty.

* Les auteurs sont respectivement Professeur et Ater à l'Université Montesquieu Bordeaux IV.

Le système français des plans d'options sur actions a été instauré par la loi du 31 décembre 1970 et son décret d'application du 7 juin 1971¹. Toutefois, devant le peu de succès remporté, ce texte originel a fait l'objet de très nombreux remaniements.

Technique courante dans les pays anglo-saxons, les *stock-options* sont des plans de souscription ou d'achat d'actions en faveur des dirigeants ou de certains salariés de l'entreprise (les cadres le plus souvent). Il s'agit d'un outil qui a fait l'objet de larges justifications par la théorie financière, soit dans le cadre conceptuel de l'agence, soit dans le cadre de la théorie des incitations. Dans le cadre conceptuel de l'agence, R.A. Haugen, L.W. Senbet [1981] ont été parmi les premiers à souligner le rôle des *stock-options* dans une perspective d'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires : les *stock-options* seraient de nature à réduire le niveau des avantages non pécuniaires des dirigeants et à induire une politique d'investissement dont les risques seraient évalués conformément aux intérêts des actionnaires. Ces conclusions ayant été confortées par d'autres travaux parmi lesquels il convient de citer ceux de J. Eaton, H.S. Rosen [1983] ; B.R. Holmstrom, J. Ricart I Costa [1986] ; D. Hirshleifer, Y. Suh [1992] ou encore P. Desbrières [1991, 1997]. Dans le cadre de la théorie des incitations, M.C. Jensen, K.J. Murphy [1990] préconisent une liaison statistique entre l'évolution des rémunérations et la performance boursière de la firme afin d'inciter pécuniairement les hauts dirigeants : une liaison forte est une incitation à l'action, à l'initiative et à la créativité de ces derniers. S. O'Byrne [1995] indique pour sa part que la rémunération des dirigeants doit répondre à quatre préoccupations, si elle souhaite les inciter à maximiser la valeur de l'entreprise : aligner la fonction d'utilité des dirigeants sur la maximisation de la valeur de l'entreprise ; inciter les dirigeants à prendre des décisions nécessaires mais aux conséquences contraignantes ; maintenir un niveau de rémunération suffisant dans les périodes de conjoncture plus défavorable ; réduire le coût pour les actionnaires en limitant la rémunération des dirigeants à des niveaux permettant de préserver la maximisation de la richesse des ac-

¹ Voir A. Couret, G. Hirigoyen [1990] et J. Devèze et al. [1999].

tionnaires. Selon S. O'Byrne [1995], aucune autre formule de rémunération ne peut mieux garantir le respect de ces conditions que la participation au capital des dirigeants.

Une enquête réalisée en août 1998 par le Ministère de l'emploi et de la solidarité² auprès de 700 entreprises de la cote officielle et du Second marché montre que, en dépit d'une fiscalité prohibitive, une entreprise cotée sur deux a recours à cet outil comme mode alternatif de rémunération. Une sur trois en aurait même une utilisation « régulière » contre une sur quatre, seulement, attirée par les PEE (Plans d'Épargne d'Entreprise). La composition des entreprises concernées pourrait laisser croire, *a priori*, que cette pratique, longtemps marginale en France, s'est surtout répandue par capillarité avec les firmes étrangères présentes sur la place de Paris. En effet, un quart d'entre elles font partie d'un groupe étranger, et leur majorité est caractérisée par la détention de filiales à l'international.

En réalité, un examen plus attentif des résultats indique que les facteurs nationaux semblent prévaloir, puisque près de neuf entreprises sur dix n'ont mis en place cet instrument qu'à partir de 1987, année de la loi sur l'épargne qui exonère de taxe sur les salaires le gain réalisé lors de la levée de l'option par le salarié. L'enquête montre aussi que la deuxième vague d'utilisation des *stock-options* date de 1986-1988, suivant l'exemple donné par les entreprises alors fraîchement privatisées. Mais le décollage massif des *stock-options* remonte à 1995, date de publication du rapport Viénot sur « le gouvernement d'entreprise », qui fait de cet outil l'instrument privilégié du contrôle par le conseil d'administration de la rémunération des dirigeants.

Cette enquête de grande envergure aussi enrichissante soit-elle reste trop globale pour ne pas susciter d'autres études plus affinées permettant de mieux appréhender la politique de *stock-options* des entreprises françaises cotées. Une des voies d'amélioration et d'originalité possibles passe ainsi par la réintégration du caractère familial ou non de l'entreprise retenue, question importante étant donnée la place occupée par les entreprises familiales tant dans l'économie que dans la littérature à

² Voir O. Fagnot [1999].

l'heure actuelle. La problématique posée est alors celle de savoir s'il existe une spécificité du mode familial de contrôle de l'entreprise dans la pratique de la mise en place d'une politique de *stock-options*. L'intérêt principal de l'étude empirique ci-après est d'apporter des éléments de réponse à la question soulevée. Après avoir précisé le cadre méthodologique de l'étude (section 1), on s'attachera à présenter les principaux résultats obtenus (section 2).

1. Le cadre méthodologique de l'étude

Les entreprises familiales fournissent, tant en France qu'à l'étranger, un terrain d'investigation empirique de plus en plus exploré³. Leur politique de *stock-options* reste toutefois assez largement méconnue.

L'étude empirique à laquelle on s'est livré se propose de lever une partie du voile et de contribuer à la connaissance d'une telle pratique. L'étude réalisée se caractérise ainsi tout à la fois par l'originalité de son objet (1.1.) et la représentativité de l'échantillonnage sur lequel elle repose (1.2.).

1.1. L'originalité de l'objet de l'étude

L'originalité de l'objet d'étude implique que soient successivement précisées :

- la définition de l'entreprise familiale retenue ;
- les sources d'information utilisées.

1.1.1. La définition de l'entreprise familiale retenue

Depuis la définition « fondatrice » de R.G. Donnelley [1964], qui retenait sept conditions alternatives pour caractériser les entreprises familiales⁴, les chercheurs adoptent généralement une double perspective

³ Voir J. Allouche, B. Amann [1998].

⁴ Les sept conditions retenues par R.G. Donnelley sont les suivantes : la relation familiale détermine la transmission de l'entreprise, les épouses ou fils des dirigeants passés ou actuels sont membres du conseil d'administration, les va-

pour définir cette catégorie d'entreprises. Ils recourent tantôt à des critères quantitatifs, en termes de contrôle et de détention du capital par la famille [P.B. Alcorn 1982 ; B. Barry 1975 ; L.B. Barnes, S.A. Hershon 1976 ; I. Lansberg et *al.* 1988 ; G. Charreaux 1991 ; M.A. Gallo, M.J. Estap  1992], tantôt à des critères qualitatifs, en termes d'implication et d'influence sur le management [R. Beckhard, W. Dyer 1983 ; E. Kepner 1983], de culture d'entreprise et d'interaction famille/entreprises [J. Boswell 1972 ; O. Gélinier, A. Gaultier 1974 ; G. Hirigoyen 1984] ou encore d'intention de transmission à la génération suivante [N. Churchill, K.J. Hatten 1987], critères par définition plus subjectifs et difficilement quantifiables. Les deux approches ne sont d'ailleurs pas exclusives [R.C. Christensen 1953 ; P.C. Rosenblatt 1985 ; W.C. Handler 1989 ; B. Catry, A. Buff 1996]. La prise en compte simultanée des deux conceptions n'est en effet pas inutile. Elle contribue à limiter les risques de confusion et de malentendu conceptuel. Ainsi, il est possible de considérer théoriquement comme familiale une entreprise où un groupe d'actionnaires appartenant à une même famille exerce une influence effective sur le pouvoir de direction, en participant directement au management de l'entreprise ou en exerçant ses droits d'actionnaires, matérialisant ainsi une communauté d'intérêts et une interaction entre la vie de l'entreprise et la vie de la famille.

Si, dans l'absolu, la combinaison de critères quantitatifs et qualitatifs apparaît souhaitable, il convient toutefois, dans un souci d'opérationnalité, de retenir des critères qui réduisent la part du qualitatif et de l'évaluation subjective. Nous retenons, en pratique, dans le cadre de cette étude, et compte tenu des informations fournies par le Dictionnaire Dafsadesfoss s des sociétés 1997 et le CD-ROM SCRL « Atlas des groupes et des liens financiers »⁵, un critère quantitatif reposant sur la seule no-

leurs institutionnelles de la firme sont identifiées à celles de la famille, les actions menées par les membres de la famille sont censées refléter la réputation de l'entreprise, la famille détient des actions pour des raisons autres que financières, la position d'un membre de la famille dans une firme influence sa place dans la famille, et, enfin, un membre de la famille doit mettre un terme à ses relations avec l'entreprise s'il souhaite poursuivre une carrière autonome.

⁵ Sources d'information utilisées pour déterminer le mode de contrôle du capital des entreprises étudiées.

tion de contrôle du capital. Cela pose évidemment la question de savoir à partir de quel seuil de détention et de contrôle du capital un groupe d'actionnaires familiaux « exerce une influence effective sur le pouvoir de direction » de l'entreprise. Ce questionnement renvoie à la définition, plus large, de la notion de contrôle d'une société en droit français. Bien que définie désormais par la loi dans la plupart des textes fixant le régime juridique applicable à une personne physique ou morale contrôlant une société, la notion de contrôle n'en est pas devenue totalement transparente tant elle recouvre des significations différentes selon les réglementations qui s'y rattachent [M. Storck 1986].

Reprenant un seuil généralement considéré comme celui à partir duquel l'influence notable sur la gestion et la politique financière d'une entreprise est présumée⁶, a été retenue, dans une perspective instrumentale, comme entreprise familiale toute entreprise dont 20 % au moins du capital est contrôlé directement ou indirectement par une ou plusieurs personnes physiques appartenant à une même famille. De manière alternative, en reprenant une typologie dégagée par la littérature et distinguant trois types d'entreprises – familiales, managériales et contrôlées – [G. Charreaux 1991], a été classée comme société managériale toute entreprise dont aucun actionnaire ne détient individuellement plus de 20 % du capital, et comme entreprise contrôlée toute entreprise dont une autre entreprise contrôle au moins 20 % du capital.

Ce critère de détention de 20 % du capital souffre évidemment de nombreuses limites, la plus évidente étant l'absence totale de prise en compte de critères qualitatifs, une autre tenant à la relativité de la notion de contrôle du capital, le pourcentage de capital détenu par la famille n'étant pas, ici, rapporté au pourcentage de capital possédé par les autres catégories d'actionnaires.

En l'absence de critères alternatifs fiables, et d'informations plus précises sur l'effectivité du pouvoir décisionnel au sein des entreprises

⁶ Voir, par exemple, l'article 357-1 de la loi du 24 juillet 1966, résultant de la loi n°85-11 du 3 janvier 1985 sur les comptes consolidés : « L'influence notable sur la gestion et la politique financière d'une entreprise est présumée lorsqu'une société dispose, directement ou indirectement, d'une fraction au moins égale au cinquième des droits de vote de cette entreprise. »

étudiées, ce critère a malgré tout été mis en œuvre pour distinguer les entreprises familiales des entreprises non familiales, parmi l'ensemble des sociétés observées au travers des sources d'information décrites maintenant.

1.1.2. *Les sources d'information utilisées*

Une première évaluation du développement et des principales caractéristiques de la politique de *stock-options* des entreprises familiales cotées a été effectuée au travers du dépouillement du Bulletin des Annonces Légales Obligatoires (BALO). Mais l'incomplétude de cette « base de données » a nécessité la réalisation d'une enquête par questionnaire auprès d'un échantillon de sociétés françaises. Ces deux sources étaient de nature à renseigner sur la politique de *stock-options* des entreprises familiales cotées mais aussi sur celle des non familiales, ce qui constitue une spécificité majeure de la méthodologie mise en œuvre.

• *Le dépouillement du Bulletin des Annonces Légales Obligatoires*

Le dépouillement du BALO s'est imposé comme une étape préalable à la réalisation de l'étude empirique par questionnaire, puisqu'il s'agit de la seule source d'information publique en la matière. En effet, la création d'un plan de *stock-options* implique l'adoption en assemblée générale extraordinaire d'un rapport présenté par le conseil d'administration ou le directoire⁷. Or, les sociétés qui font appel public à l'épargne sont tenues, 30 jours au moins avant la réunion de l'assemblée générale d'actionnaires, de publier au BALO un avis contenant l'ordre du jour et le texte des projets de résolution qui seront présentés à l'assemblée par le conseil d'administration ou le directoire⁸.

Dans un souci de rationalisation ont été compulsées les résolutions d'assemblée générale proposant l'adoption de plans d'options d'achat et de souscription d'actions de l'ensemble des sociétés françaises faisant appel public à l'épargne, sur la période 1989-1996, supposée favorable au développement de ce système d'intéressement, compte tenu des inci-

⁷ Se reporter aux articles 208-1 et 208-3 de la loi du 24 juillet 1966, tels que résultant de la loi n°70-1322 du 31 décembre 1970.

⁸ Article 130 du Décret du 23 mars 1967.

tations juridiques et fiscales afférentes. Le dépouillement du BALO a ainsi permis d'appréhender, en termes quantitatifs, l'évolution des pratiques d'attribution d'options des entreprises françaises sur huit ans, et de dégager quelques informations sur le « cadre » d'action offert aux conseils d'administration ou directoires par les résolutions d'assemblée générale, à savoir le délai pendant lequel l'autorisation donnée est valable, le délai pendant lequel les options doivent être exercées par les bénéficiaires, et les modalités de fixation du prix des actions.

Toutefois, ces informations, trop imprécises⁹, devaient être complétées par une enquête par questionnaire.

• *La réalisation d'une enquête par questionnaire*

Afin de dégager les caractéristiques de la politique de *stock-options* des entreprises françaises cotées, familiales et non familiales, une enquête par questionnaire a été menée sur un échantillon de sociétés faisant appel public à l'épargne.

Soumis à un pré-test effectué auprès des directeurs de deux cabinets-conseils en ressources humaines, et également auprès de dix entreprises contactées par l'intermédiaire de l'Association Fondact¹⁰, le questionnaire a finalement été structuré en trois parties distinctes :

- l'identification de l'entreprise ;
- les caractéristiques des plans de *stock-options* (les responsables d'entreprise étant successivement interrogés sur les objectifs recherchés et motivations exprimées au travers de l'adoption des plans d'options, sur les caractéristiques intrinsèques des plans et, enfin, sur les modalités de mise en œuvre et les résultats obtenus) ;
- le dispositif participatif en cours dans l'entreprise (afin d'apprécier le contexte dans lequel s'insèrent les *stock-options*).

⁹ La loi laisse en fait une grande liberté d'appréciation à l'assemblée générale extraordinaire sur l'ampleur de la délégation à donner au conseil d'administration ou au directoire pour fixer les conditions dans lesquelles les options seront octroyées.

¹⁰ Association pour la gestion participative, l'épargne salariale et l'actionnariat de responsabilité.

La représentativité des informations fournies par le questionnaire devait être garantie, au demeurant, par des conditions d'échantillonnage assez favorables.

1.2. La représentativité de l'échantillonnage retenu

Sur l'ensemble de la période 1989-1996, 517 entreprises ayant soumis à leur assemblée générale une proposition de création de plan d'options ont été isol es¹¹. L'échantillonnage de l'enquête par questionnaire a été effectué sur cette base.

Dans un souci d'accroître la représentativité des résultats a été sollicité l'ensemble des entreprises faisant appel public à l'épargne et ayant proposé la mise en place d'un plan d'options d'achat ou de souscription d'actions à l'assemblée générale des actionnaires sur la période 1989-1996. Ces entreprises devaient figurer parmi les valeurs françaises de la Bourse de Paris (Règlement mensuel, Comptant, Second marché, Hors-cote), au 31 décembre 1996.

Au total, 366 entreprises, tous secteurs d'activité confondus¹², ont rempli cette dernière condition. Elles se répartissent comme suit : 133 familiales, 49 managériales et 184 contrôlées, et seront désignées dans le reste de l'article par l'expression « entreprises de référence »¹³.

Dans la mesure du possible, pour la majorité de ces 366 entreprises, il a été tenté d'établir un contact direct et personnel avec « les gestionnaires des plans de *stock-options* », à savoir les secrétaires généraux, les directeurs généraux, les directeurs financiers, les directeurs des res-

¹¹ Il s'agit de 517 entreprises qui ont connu une existence légale et qui ont fait appel public à l'épargne, à un moment ou à un autre, entre 1989 et 1996. Rien ne permet d'affirmer que la totalité de ces entreprises a effectivement mis en place un plan d'options, puisque le seul vote d'un plan en assemblée générale n'est pas suffisant pour le rendre effectif, le conseil d'administration ou le directoire devant ensuite préciser ses modalités. En l'absence de ces informations, dont la collecte a été rendue impossible pour des raisons matérielles bien compréhensibles, ces 517 entreprises ont été considérées comme fournissant une « approximation » de la population mère de l'étude.

¹² L'objectif étant d'analyser la réalité des politiques de *stock-options*, dans leur diversité.

¹³ Ou « population de référence ».

sources humaines, ou les chargés de mission rattachés à l'une de ces directions. Cette démarche, bien que lourde, est apparue indispensable pour créer un lien de confiance et ainsi obtenir un taux de réponse suffisant.

Sur 315 questionnaires finalement expédiés à ces responsables d'entreprise, 67 questionnaires ont été retournés¹⁴. Ce taux de réponse, relativement satisfaisant, a été obtenu au prix de plusieurs relances et d'une garantie d'anonymat complet. L'intégralité des questionnaires reçus n'a malheureusement pu être intégrée à l'analyse. Si les non-réponses n'ont pu constituer un critère discriminant d'amélioration de l'échantillonnage, il est apparu opportun d'éliminer trois catégories d'entreprises :

- les entreprises n'ayant pas de plans d'options sur actions en vigueur au moment de l'enquête ;
- les entreprises ayant uniquement un caractère de holding, avec pour objet spécifique la prise de participations, sans activité industrielle ou de services à la base, car les informations fournies manquaient singulièrement de précision et revêtaient peu de signification au regard de l'hétérogénéité des prises de participations ;
- les entreprises dont la maison mère figurait déjà l'échantillon, car les informations contenues dans le questionnaire de la maison mère risquaient d'englober, par définition, les informations concernant les filiales.

En définitive, 61 questionnaires ont été exploitables.

Le dépouillement du BALO, et l'obtention de 61 entreprises participantes de tout secteur d'activité à l'enquête par questionnaire, représentant au demeurant plus de 16 % des « entreprises de référence », devaient garantir un échantillonnage à la représentativité satisfaisante.

L'étude repose ainsi sur la comparaison des caractéristiques des plans de *stock-options* des 24 entreprises familiales et des 37 entreprises non familiales recensées dans l'échantillon total.

L'ensemble constitué par les entreprises de l'échantillon ne forme d'ailleurs pas une population différente de l'ensemble constitué par les

¹⁴ Les refus de participation avaient des justifications généralement proches : des plans arrivant à terme ou déjà échus et non renouvelables, des plans ne concernant qu'une faible minorité au sein des entreprises, un climat social dégradé qui rend inopportune une enquête sur la rémunération des dirigeants...

« entreprises de référence », comme le confirme le test du khi-deux de Pearson¹⁵ (khi-deux : 0,33, 2 ddl, au seuil de 5 %), sur le plan du mode de contrôle, même s'il sur-représente les entreprises de grande dimension¹⁶.

Tableau 1 – *Représentativité de l'échantillon sur le critère du mode de contrôle*

Mode de contrôle des entreprises	Entreprises de l'échantillon	%	Entreprises de référence	%
Managériales	7	11,48	49	13,39
Contrôlées	30	49,18	184	50,27
Familiales	24	39,34	133	36,34
Total	61	100	366	100

La représentativité de l'échantillon apparaît d'autant plus satisfaisante que le Premier et le Second marché sont représentés aussi bien dans l'échantillon total (trente-six sociétés du Règlement mensuel, six du Comptant, dix-huit du Second marché et une du Hors-cote) que dans l'échantillon des entreprises familiales (dix entreprises du Règlement mensuel, deux du Comptant, douze du Second marché).

Ces précautions méthodologiques posées, il devient possible d'exposer les principaux résultats de l'étude empirique sur la politique de *stock-options* des entreprises familiales cotées. Ils traduisent une assez grande homogénéité de comportements entre firmes familiales et non familiales.

2. Les résultats de l'étude

L'étude empirique, qui confronte de manière systématique la politique de *stock-options* des entreprises familiales à celle des entreprises non

¹⁵ Ce test permet de comparer une distribution observée sur un échantillon à une distribution théorique de référence et calculer le risque couru de rejeter à tort l'hypothèse selon laquelle l'échantillon est extrait d'une population mère caractérisée par cette distribution théorique.

¹⁶ 40 % des entreprises de l'échantillon comptent plus de 5 000 salariés.

familiales, livre des informations à un double niveau. Elle fournit d'utiles indications sur la politique de *stock-options* menée, en termes de développement quantitatif et qualitatif d'une part, en termes d'incitation et de fidélisation des bénéficiaires d'autre part. Les résultats apparaissent toutefois contrastés (2.1.) et ambivalents (2.2.).

2.1. *Le développement contrasté de la politique de stock-options des entreprises familiales cotées*

Le développement de la politique de *stock-options* des entreprises familiales cotées est contrasté, car si un nombre non négligeable de ces sociétés a recours à ce mode d'intéressement, les pratiques d'attribution en leur sein restent sélectives pour ne concerner finalement qu'une minorité du personnel et représenter une part relativement modeste du capital de l'entreprise.

2.1.1. *Le développement soutenu de la politique de stock-options des entreprises familiales cotées*

Pour savoir si les entreprises familiales sont plus nombreuses à allouer des options que les entreprises managériales et contrôlées, les chiffres obtenus sur les « entreprises de référence » ont été comparés à ceux obtenus sur la quasi-totalité des entreprises cotées françaises, au Règlement mensuel, au Comptant, au Second marché et au Hors-cote, soit 846¹⁷. Les résultats sont synthétisés dans le tableau suivant.

Tableau 2 – *Mode de contrôle comparé entreprises allouant des options/ensemble des entreprises cotées*

Mode de contrôle des entreprises	Entreprises de référence	%	Ensemble des entreprises cotées	%	Écart en %
Managériales	49	13,39	65	7,68	-5,71
Contrôlées	184	50,27	473	55,91	5,64
Familiales	133	36,34	308	36,41	0,07
Total	366	100	846	100	

¹⁷ Ensemble des entreprises cotées au Règlement mensuel, au Comptant et au Second marché, plus une sélection d'entreprises du hors-cote, tel que présenté dans le dictionnaire DAFSA des sociétés 1997.

Le test du khi-deux révèle, sur le critère du mode de contrôle, que les «entreprises de référence » forment une population différente de l'ensemble constitué par l'ensemble des entreprises cotées françaises (khi-deux : 17,58, 2 ddl, au seuil de 5 %). On constate en effet que si les proportions d'entreprises familiales sont identiques dans les deux populations, celles relatives aux entreprises contrôlées et aux entreprises managériales diff rent avec des écarts pratiquement similaires mais de signe opposé. Ces écarts semblent ainsi confirmer l'hypothèse selon laquelle les firmes managériales sont aussi celles où la divergence d'intérêts actionnaires/dirigeants est la plus forte, justifiant ainsi l'adoption en plus grand nombre de mécanismes d'intéressement comme les *stock-options*.

S'il apparaît que les entreprises familiales ne sont globalement pas davantage incitées, en proportion, que les autres catégories d'entreprises à allouer des options à leur personnel, leur politique en la matière est loin d'être négligeable. Pour autant, elle n'en reste pas moins sélective.

2.1.2. *Le développement sélectif de la politique de stock-options des entreprises familiales cotées*

Les *stock-options* sont souvent accusées de donner corps à une formule élitiste, réservée à une minorité faisant partie des catégories hiérarchiques élevées de l'entreprise. L'enquête empirique permet de préciser le degré de sélectivité pratiqu e, tant d'un point de vue quantitatif que qualitatif.

• *En termes quantitatifs*

D'un point de vue quantitatif, la pratique d'attribution de *stock-options* peut s'apprécier d'une double façon : d'une part, par rapport au pourcentage de capital attribué sous forme d'options, d'autre part, par rapport à la proportion de bénéficiaires dans l'entreprise.

– Par rapport au pourcentage de capital attribué sous forme d'options

Tableau 3 – Pourcentage de capital attribué sous forme d'options entreprises familiales/non familiales (1)

Nature de l'entreprise	Moins de 3 % du capital	Plus de 3 % du capital	Total
Familiale	10 43,5 %	13 56,5 %	23
Non familiale	22 59,5 %	15 40,5 %	37
Total	32	28	60

(1) Options effectivement attribuées jusque-là, levées et non levées.

Si les entreprises familiales semblent, en apparence, ouvrir leur capital plus largement que les entreprises non familiales (56,50 % des entreprises familiales allouent plus de 3% de leur capital sous forme d'options, contre 40,50 % des entreprises non familiales), le test du khi-deux ôte toute signification statistique à cette différence (khi-deux : 1,45, avec 1 ddl, au seuil de 5%). Pour la majorité des entreprises de l'échantillon global, le pourcentage de capital potentiel représenté par la totalité des options attribuées, levées et non levées, est inférieur à 3%, ce qui confirme que la pratique des *stock-options* est encore relativement marginale de ce point de vue, mais qu'elle peut constituer une voie d'accès au capital prometteuse.

– Par rapport à la proportion de bénéficiaires

La proportion globale de bénéficiaires, rapportée à l'effectif total des entreprises, est généralement inférieure à 3%, aussi bien dans les entreprises familiales que non familiales.

Tableau 4 – Proportion de bénéficiaires de stock-options entreprises familiales/non familiales

Nature de l'entreprise	Moins de 3 % de bénéficiaires	Plus de 3 % de bénéficiaires	Total
Familiale	12 50 %	12 50 %	24
Non familiale	20 57,1 %	15 42,9 %	35
Total	32	27	59

Les entreprises familiales n'allouent pas de *stock-options* à une proportion supérieure de bénéficiaires comparativement aux entreprises non familiales (différence non significative statistiquement, khi-deux : 0,29, avec 1 ddl, au seuil de 5 %). Les objectifs supposés de motivation et fidélisation s'accompagnent d'attributions sélectives aux ressources humaines clés.

Ces résultats confirment l'existence, aussi bien dans les entreprises familiales que non familiales, de marges de progression et de développement favorables pour les *stock-options*. Les potentialités de cet outil peuvent conduire à un fort développement du système dans les années à venir.

• *En termes qualitatifs*

L'appréciation qualitative des pratiques d'attribution d'options suppose que soient pris en compte respectivement les catégories hiérarchiques concernées et les critères d'attribution.

– *Les catégories hiérarchiques concernées*

Les présupposés sur la politique de *stock-options* des entreprises françaises conduisent à considérer, généralement, que le système s'adresse aux catégories hiérarchiques les plus élevées. L'enquête par questionnaire indique que les comportements d'attribution d'options sont homogènes, quelle que soit la nature des entreprises, familiale ou non familiale.

Tableaux 5 – *Proportion de bénéficiaires de stock-options entreprises familiales/non familiales*

Nature de l'entreprise	Dirigeants sociaux		Mandataires non-dirigeants	
	Moins de 40 % de bénéficiaires	Plus de 40 % de bénéficiaires	Moins de 40 % de bénéficiaires	Plus de 40 % de bénéficiaires
Familiale	8 33,3 %	16 66,7 %	19 90,5 %	2 9,5 %
Non familiale	5 13,5 %	32 86,5 %	33 89,19 %	4 10,81 %
Total	13	48	52	6

Nature de l'entreprise	Dirigeants de filiale		Cadres supérieurs	
	Moins de 40 % de bénéficiaires	Plus de 40 % de bénéficiaires	Moins de 40 % de bénéficiaires	Plus de 40 % de bénéficiaires
Familiale	12 52,2 %	11 47,8 %	13 54,2 %	11 45,8 %
Non familiale	13 38,2 %	21 61,8 %	17 45,9 %	20 54,1 %
Total	25	32	30	31

Nature de l'entreprise	Cadres moyens		Non-cadres	
	Moins de 40 % de bénéficiaires	Plus de 40 % de bénéficiaires	Moins de 40 % de bénéficiaires	Plus de 40 % de bénéficiaires
Familiale	19 79,2 %	5 20,8 %	21 87,5 %	3 12,5 %
Non familiale	31 83,8 %	6 16,2 %	32 88,9 %	4 11,1 %
Total	50	11	53	7

Si, dans la majorité des entreprises familiales, plus de 40 % des dirigeants sociaux sont bénéficiaires de *stock-options*, la proportion semble malgré tout plus importante dans les entreprises non familiales, ce qui tendrait à montrer que la recherche de l'intéressement au capital est plus prononcée dans les entreprises où l'équipe dirigeante est, par hypothèse, uniquement composée de managers professionnels : toutefois, le test du khi-deux (khi-deux : 3,41, 1 ddl, au seuil de 5 %) enlève toute signification statistique à ce résultat.

L'attribution de *stock-options* aux mandataires sociaux reste une pratique marginale, aussi bien dans les entreprises familiales que dans les entreprises non familiales, ce qui s'explique par les conditions d'attribution restrictives prévues par la loi à l'encontre de cette catégorie hiérarchique.

La majorité des entreprises fait bénéficier plus de 40 % des dirigeants de filiale des options de la société mère ou de la filiale, le cas échéant, mais dans une proportion apparemment plus importante dans les entreprises non familiales que dans les familiales, ce qui tendrait à

confirmer que l'attribution d'options est moins étendue lorsque, par hypothèse, les principaux dirigeants appartiennent à la famille, même si la différence n'est pas statistiquement significative (khi-deux : 1,08, 1 ddl, au seuil de 5 %).

La proportion de cadres supérieurs bénéficiaires est assez variable selon les sociétés : si leur proportion semble plus importante dans les entreprises non familiales, la différence n'est pas statistiquement significative (khi-deux : 0,39, avec 1 ddl, au seuil de 5 %). Ces résultats confirment, une nouvelle fois, l'importance des marges de développement de ce système d'intéressement au sein des entreprises françaises, aussi bien dans les entreprises familiales que non familiales, les cadres supérieurs, de par leur statut, leurs fonctions, leur niveau de responsabilité et leur potentiel, étant appelés à être pleinement associés à la vie de leur organisation.

Le nombre d'individus bénéficiaires d'options diminue au fur et à mesure que l'on descend dans le niveau des échelons hiérarchiques. Ce phénomène commence à être marqué pour la catégorie des cadres moyens, dont la proportion de bénéficiaires est inférieure à 40 % dans près de 82 % des entreprises de l'échantillon, de manière sensiblement équivalente dans les firmes familiales et non familiales, comme le confirme le test de Fisher¹⁸ (probabilité : 73,83 %).

Enfin, dans près de 90 % des sociétés étudiées, moins de 40 % des salariés non-cadres bénéficient d'options sur actions. Là encore, entreprises familiales et non familiales ne se démarquent pas, comme le montre le test de Fisher (probabilité : 100 %). En cela, du point de vue du niveau hiérarchique, la pratique des *stock-options* peut être qualifiée de restrictive.

– *Les critères d'attribution*

La connaissance des critères sur lesquels les entreprises françaises cotées allouent des *stock-options* donne indirectement des indications précieuses sur les objectifs recherchés et les motivations sous-jacentes.

¹⁸ Le test de Fisher permet de mettre en évidence le caractère plus ou moins significatif des différences observées sur deux échantillons. Il peut s'appliquer lorsque les conditions d'utilisation du test du khi-deux (fréquences théoriques supérieures à cinq dans chaque catégorie) ne sont pas remplies.

Tableau 6 – Critères d'attribution des stock-options entreprises familiales/non familiales

Critères d'attribution	Entreprises familiales		Entreprises non familiales	
	Classement	Somme des rangs	Classement	Somme des rangs
La performance individuelle	1	52	1	75
Le niveau hiérarchique	1	52	2	85
Le potentiel du bénéficiaire	3	65	3	94
La performance collective	4	77,5	4	125,5
L'ancienneté	5	80,5	5	148,5

Le classement, effectué grâce au test de Friedman¹⁹ ($F = 14,00$, 4 ddl, au seuil de 5%), montre que la performance individuelle et le niveau hiérarchique, sont, à égalité, les premiers critères sur lesquels se fondent les entreprises familiales cotées pour attribuer des *stock-options*, devant le potentiel des bénéficiaires, et loin devant la performance collective et l'ancienneté. Les résultats sont toutefois nuancés, car la différence de classement entre les trois premiers critères n'est pas statistiquement significative ($F = 3,17$, avec 2 ddl, au seuil de 5 %).

La hiérarchie globale affichée par les entreprises non familiales n'est pas fondamentalement différente de celle présentée par les entreprises familiales, mais révèle une signification statistique plus forte ($F = 41,36$, avec 4 ddl, au seuil de 5 %) : les critères de performance individuelle, de niveau hiérarchique et de potentiel du bénéficiaire dominant, tandis que les critères de performance collective et d'ancienneté sont relégués au second plan.

En tout cas, l'importance du critère du niveau hiérarchique dans les deux catégories d'entreprises, ou, de manière générale, les pratiques d'attribution d'options au sein des entreprises françaises, soulignent la sélectivité de la formule, corrélativement à l'importance du nombre d'entreprises concernées.

¹⁹ Le test de Friedman pour échantillons appariés, appelé aussi test d'analyse de variance à deux facteurs, permet d'étudier si des données ordinales présentent des différences significatives au sein de plusieurs échantillons appariés (ou sous-échantillons).

L'étude empirique dégage également des résultats non dénués d'intérêt, mais toujours ambivalents, sur la politique de *stock-options* des entreprises familiales cotées en termes d'incitation et de fidélisation des bénéficiaires.

2.2. *L'ambivalence de la politique de stock-options des entreprises familiales cotées en termes d'incitation et de fidélisation des bénéficiaires*

Incitation et fidélisation constituent, en théorie, les principaux leviers motivationnels de l'attribution de *stock-options*. L'étude empirique fait apparaître des conclusions nuancées : si les objectifs affichés par les entreprises sont résolument axés sur la gestion participative des ressources humaines, les caractéristiques incitatives généralement constatées des plans d'options sont partielles, et les effets estimés par les responsables d'entreprise en termes d'alignement des intérêts et de fidélisation apparaissent contradictoires.

2.2.1. *La prédominance des objectifs de gestion participative des ressources humaines*

Les objectifs recherchés par les entreprises cotées françaises offrant des *stock-options* à leur personnel se caractérisent par une grande pluralité. Ils se présentent de la manière suivante, respectivement pour les entreprises familiales et non familiales.

Tableau 7 – Objectifs de la politique de stock-options entreprises familiales/non familiales

Objectifs	Entreprises familiales		Entreprises non familiales	
	Somme des rangs	Classement	Somme des rangs	Classement
Motiver les salariés à la performance future	56	1	91	2
Fidéliser les cadres à haut potentiel	67	2	77,5	1
Récompenser les meilleurs éléments	89	3	127,5	3
Défiscaliser des rémunérations différées	135	4	219,5	5

Développer la participation des salariés aux décisions	144	5	231,5	7
Développer un management axé sur l'EVA (1)	154,5	6	209,5	4
Individualiser les salaires	155	7	228	6
Flexibiliser la masse salariale	163,5	8	251	9
Préparer la transmission de l'entreprise	178,5	9	319,5	11
Renforcer les fonds propres de l'entreprise	184	10	279	10
Signaler au marché la qualité de gestion de l'entreprise	187,5	11	249	8

(1) *Economic Value Added* (valeur économique ajoutée).

Le test de Friedman révèle d'importantes différences dans le classement global des objectifs aussi bien pour les entreprises familiales ($F = 72,68$, avec 10 ddl, au seuil de 5%) que pour les entreprises non familiales ($F = 143,14$, avec 10 ddl, au seuil de 5%).

Trois objectifs dominant très largement parmi les entreprises familiales : motiver les salariés, fidéliser les cadres à haut potentiel en créant une communauté d'objectifs avec l'entreprise, et récompenser les meilleurs éléments.

Motivation et fidélisation du personnel sont ainsi les objectifs prépondérants. Il s'agit non seulement d'attirer et de conserver dans l'entreprise les ressources humaines qui sont jugées les plus précieuses et les plus utiles pour le développement futur de l'organisation, mais aussi d'encourager le personnel bénéficiaire à davantage d'efforts et à une performance accrue.

Sans être forcément en contradiction avec les deux principaux objectifs, la différence de classement n'étant au demeurant pas statistiquement significative entre les trois premiers objectifs ($F = 1,66$, avec 2 ddl, au seuil de 5%), la « récompense des meilleurs éléments » nuance cependant l'idée d'« encouragement à la performance future ». Il s'agit moins d'associer les bénéficiaires au devenir de l'entreprise que de reconnaître le mérite de leur contribution passée.

La défiscalisation de rémunérations différées arrive en quatrième position dans la hiérarchie établie par les entreprises familiales. La motivation fiscale, même secondaire dans les intentions affichées (différence de classement statistiquement significative entre les quatre pre-

miers objectifs avec $F = 15,48$, avec 3 ddl, au seuil de 5 %), est présente et tendrait à corroborer la thèse selon laquelle les *stock-options* revêtraient partiellement la signification de complément salarial défiscalisé, y compris dans les entreprises familiales cotées.

Les différences de classement entre les sept objectifs suivants ne sont pas statistiquement significatives ($F = 4,64$, avec 6 ddl, au seuil de 5 %).

Les objectifs financiers, rattachés plus directement aux enseignements de la théorie financière, semblent, de manière assez surprenante, relégués au second plan. Ainsi, le développement d'un management axé sur la « valeur économique ajoutée », qui renvoie à la notion d'incitation à la création de valeur actionnariale, et la signalisation de la qualité de gestion de l'entreprise, n'arrivent respectivement qu'en sixième et onzième place dans la hiérarchie des objectifs des entreprises familiales de l'échantillon. Sans suspecter que les responsables d'entreprise ne nourrissent aucune réflexion ou n'aient aucune préoccupation d'ordre théorique, il est en tout cas frappant de constater l'absence apparente de liens, volontaire ou involontaire, consciente ou fortuite, entre la théorie et la pratique. Alors que les *stock-options* sont unanimement considérées, en théorie, comme un outil d'incitation à la maximisation de la richesse actionnariale, la pratique semble relativiser l'importance de ces considérations.

Il est vrai que d'autres objectifs théoriques possibles sont mis à mal et ne semblent rencontrer les faveurs que d'une minorité d'entreprises, même si le caractère secondaire de l'individualisation des salaires et de la flexibilisation de la masse salariale apparaît cohérent au regard des objectifs fondamentaux cités qui reflètent les préoccupations avant tout motivationnelles des entreprises. Ainsi en est-il de la participation des salariés aux décisions, souvent revendiquée mais qui reste la plupart du temps lettre morte, bien que connaissant un regain d'intérêt certain dans les discours managériaux.

La préparation de la transmission par l'intermédiaire des *stock-options* et le renforcement des fonds propres ne sont pas considérés par la grande majorité des entreprises familiales comme des objectifs prioritaires. L'interprétation de ces résultats n'est pas évidente. Est-ce à

dire que les entreprises familiales cotées ne jugent pas souhaitables la préparation de leur transmission et le renforcement de leurs fonds propres par l'intermédiaire des *stock-options* ? Ou cela ne leur apparaît-il pas possible ? Ce qui renvoie évidemment à une problématique radicalement différente.

D'une part, il est certain que la transmission d'une entreprise par la voie d'attribution d'options est techniquement plus complexe à mettre en œuvre sur le long terme que les formules classiques d'actionnariat salarié, puisque rien n'établit que l'ensemble des options attribuées sera exercé. L'entreprise ne maîtrise pas le fait générateur de l'accès au capital des bénéficiaires. Encore faut-il nuancer cette interprétation, car il est vraisemblable que les entreprises de l'échantillon ne correspondent pas au profil-type de l'entreprise familiale française soumise à un problème de succession, tel que peut le connaître une entreprise de taille modeste ou moyenne. Rappelons que l'échantillon est composé en majorité de grandes entreprises cotées, dont l'effectif est supérieur à 1 000 salariés et dont les problèmes de transmission diffèrent de ceux des petites ou moyennes entités.

D'autre part, il est vrai que le renforcement des fonds propres par l'actionnariat salarié se heurte à de nombreuses difficultés : l'hostilité possible des actionnaires qui peuvent contester le traitement privilégié qui est offert, au travers des options, au personnel de l'entreprise et qui peuvent craindre, le cas échéant, l'émergence d'un nouveau pouvoir ; l'incertitude pesant sur la stabilité du capital détenu par les salariés, la détention durable des actions n'étant nullement garantie compte tenu des risques boursiers afférents (double incertitude si l'on considère aussi l'« aléa » lié à l'exercice des options).

En tout cas, la hiérarchie d'objectifs dégagée par les entreprises familiales n'est pas fondamentalement éloignée de celle proposée par les entreprises non familiales, bien que les apparences donnent des indications contraires.

Les objectifs de fidélisation, de motivation et de récompense des meilleurs éléments dominent largement au sein des entreprises non familiales, même si la hiérarchie n'est pas exactement la même que celle des entreprises familiales : si la « récompense des meilleurs éléments » est toujours considérée comme la troisième priorité, la

est toujours considérée comme la troisième priorité, la « fidélisation des cadres à haut potentiel » supplante la « motivation des salariés ». Une interprétation de ce résultat voudrait que les entreprises familiales aient une approche plus générale et globale de la gestion de leurs ressources humaines, moins centrée sur les cadres à haut potentiel, mais davantage à l'écoute des autres catégories hiérarchiques. Toutefois, les différences de classement entre les trois premiers objectifs ne sont pas statistiquement significatives au sein des entreprises non familiales ($F = 5,34$, avec 2 ddl, au seuil de 5 %).

Les quatre derniers objectifs, de signalisation de la qualité de gestion, de flexibilisation de la masse salariale, de renforcement des fonds propres, et de préparation de la transmission de l'entreprise, sont également les mêmes qu'au sein des entreprises familiales (différence de classement statistiquement significative, avec $F = 12,21$, 3 ddl, au seuil de 5 %), même si l'ordre est légèrement modifié, puisque l'objectif de transmission de l'entreprise semble moins affirmé dans les entreprises non familiales au profit de l'objectif de signalisation de la qualité de gestion de l'entreprise.

Quelques nuances méritent toutefois d'être soulignées par rapport au classement global des entreprises familiales. Ainsi, l'objectif d'un management axé sur la valeur économique ajoutée devance désormais l'objectif de défiscalisation des rémunérations : cette orientation pourrait laisser penser que les entreprises non familiales sont plus sensibles aux débats actuels consacrés à la gouvernance d'entreprise et au discours sur la création de valeur actionnariale. De même, l'objectif de participation à la prise de décision semble moins affirmé dans les entreprises non familiales au profit de l'objectif d'individualisation des salaires. Mais la différence de classement entre les objectifs 4, 5, 6 et 7 n'est pas statistiquement significative ($F = 0,41$, avec 3 ddl, au seuil de 5 %).

Globalement, toutefois, la hiérarchie établie n'est pas fondamentalement bouleversée, soulignant, une nouvelle fois, l'homogénéité des motivations des politiques d'options des entreprises familiales et des entreprises non familiales.

2.2.2 Les caractéristiques incitatives partielles des plans de stock-options

Certaines caractéristiques sont susceptibles de renforcer le caractère incitatif des plans d'options : notamment l'absence de rabais sur le prix d'acquisition des actions, et l'existence d'une obligation de détention des actions après l'exercice des options [P. Desbrières 1991, 1997]. Sur ces deux critères, entreprises familiales et non familiales ne se distinguent pas.

- *L'existence de rabais sur le prix d'acquisition des actions*

Les entreprises familiales comme les entreprises non familiales se répartissent de manière sensiblement égale entre celles qui accordent un rabais inférieur à 5 % et celles qui accordent un rabais supérieur à 5 %.

Tableau 8 – Existence de rabais sur les prix des actions entreprises familiales/non familiales

Nature de l'entreprise	Rabais nul ou inférieur à 5 %	Rabais supérieur à 5 %	Total
Familiale	13 54,2 %	11 45,8 %	24
Non familiale	17 48,6 %	18 51,4 %	35
Total	30	29	59

La différence entre les deux sous-populations n'est pas statistiquement significative (khi-deux : 0,18, avec 1 ddl, au seuil de 5 %). Le caractère incitatif des plans est limité par l'existence, dans près de la moitié des cas, d'un rabais supérieur à 5 %.

- *Des obligations de détention d'actions limitées*

Dans la majorité des entreprises familiales, comme dans celle des entreprises non familiales, il n'existe pas d'obligation de détention des actions. Si une lecture rapide des résultats laisse penser que les entreprises familiales sont plus nombreuses à imposer cette obligation, le test de Fisher (probabilité : 19,11 %) en souligne l'absence de signification statistique.

Tableau 9 – *Existence d'une obligation de détention des actions entreprises familiales/non familiales*

Nature de l'entreprise	Absence d'obligation de détention d'actions	Obligation de détention d'actions	Total
Familiale	19 82,6 %	4 17,4 %	23
Non familiale	35 94,6 %	2 5,4 %	37
Total	54	6	60

Par conséquent, rien n'interdit aux bénéficiaires, ni la loi, ni le règlement du plan, dans cette hypothèse, de lever leurs options et de revendre leurs actions dans la même journée. Seules six entreprises au sein de l'échantillon, quatre familiales et deux non familiales, apportent une restriction au droit de revente des actions.

Ainsi, l'aspect incitatif des plans d'options n'est pleinement garanti, au sein des entreprises familiales comme des entreprises non familiales, ni par l'absence de rabais sur le prix des actions, ni par l'existence de clauses d'interdiction de revente immédiate des actions.

2.2.3. *Des effets estimés contradictoires en terme d'alignement des intérêts et de fidélisation*

Les effets estimés en termes d'alignement des intérêts et de fidélisation peuvent s'apprécier d'une triple façon :

- soit par l'importance relative des gains financiers offerts aux dirigeants sociaux, exprimés en pourcentage de leur rémunération annuelle brute ;
- soit au regard de l'évaluation de la fidélisation par les responsables d'entreprise ;
- soit, enfin, par l'examen des comportements de détention des actions.

• *L'importance relative des gains financiers offerts aux dirigeants sociaux*

L'alignement des intérêts actionnaires/dirigeants peut être considéré comme renforcé par les gains financiers offerts par les *stock-options* : dans les entreprises familiales comme non familiales, les plus-values offertes par l'exercice des options et la revente éventuelle des actions, représentent, annuellement et pour chaque plan, en moyenne, entre 20 et 40 % de la rémunération des bénéficiaires. Pour près de 85 % des entreprises familiales ayant répondu à cette question, les gains s'inscrivent dans une fourchette allant de 20 à 60 % de la rémunération annuelle des dirigeants sociaux, contre 65 % des entreprises non familiales.

Tableau 10 – Importance relative des niveaux de plus-values entreprises familiales/non familiales

Nature de l'entreprise	Niveaux de plus-value (en % de la rémunération annuelle brute)					Total
	0 – 20 %	20 – 40 %	40 – 60 %	60 – 80 %	80 – 100 % et plus	
Familiale	0 0 %	8 61,5 %	3 23,1 %	1 7,7 %	1 7,7 %	13
Non familiale	4 20 %	11 55 %	2 10 %	0 0 %	3 15 %	20
Total	4	19	5	1	4	33

En représentant une proportion non négligeable de la rémunération brute des dirigeants sociaux, les *stock-options* sont de nature à revêtir un caractère d'incitation marqué, selon la théorie du même nom, quelle que soit la nature de la firme.

• *L'évaluation de la fidélisation par les responsables d'entreprise*

Les responsables interrogés estiment que l'offre d'options a eu un effet positif sur les attitudes et les comportements des bénéficiaires, là encore, en apparence, dans une proportion plus importante parmi les entreprises familiales que non familiales, même si le test de Fisher (probabilité : 69,82 %) enlève toute signification statistique à ce résultat.

Tableau 11 – *Effets estimés sur la fidélisation entreprises familiales/non familiales*

Nature de l'entreprise	Effet estimé positif sur la fidélisation	Effet estimé nul sur la fidélisation	Total
Familiale	11 78,6 %	3 21,4 %	14
Non familiale	13 68,4 %	6 31,6 %	19
Total	24	9	33

Les *stock-options* permettraient ainsi de renforcer l'adhésion aux objectifs et l'identification aux projets développés par l'entreprise, même si l'étude empirique ne permet pas, à ce niveau, de déterminer avec précision les aspects revêtus par cette fidélisation, tels que supposés par les théories des ressources humaines.

Les réponses apportées à cette question doivent au demeurant être analysées avec la plus grande prudence, s'agissant d'une évaluation subjective des répondants, d'autant que les comportements de détention des actions par les bénéficiaires semblent encore peu fréquents.

• *L'examen des comportements de détention des actions*

L'importance quantitative de la détention des actions est un indicateur précieux de la réussite ou de l'échec d'un plan d'options. On peut parler de réussite dans le cas où les plans d'options ont pour conséquence de renforcer l'actionnariat salarié au sein de l'entreprise, la détention des actions exprimant un engagement fort et un témoignage de confiance dans le devenir de la firme.

Pour la majorité des « gestionnaires des plans de *stock-options* », la proportion de bénéficiaires conservant leurs actions plus de trois ans est inférieure à 40 %.

Si, en apparence, les responsables des entreprises familiales semblent plus nombreux à constater une détention accrue d'actions parmi les bénéficiaires, ce qui tendrait à corroborer la thèse d'une fidélisation renforcée dans ce type d'entreprises, le test de Fisher, là encore (probabilité : 28,07 %), souligne l'absence de signification statistique de cette différence.

**Tableau 12 – Comportements de conservation des actions
entreprises familiales/non familiales**

Nature de l'entreprise	Moins de 40 % de bénéficiaires conservant leurs actions plus de 3 ans	Plus de 40 % de bénéficiai- res conservant leurs actions plus de 3 ans	Total
Familiale	13 68,4 %	6 31,6 %	19
Non familiale	22 84,6 %	4 15,4 %	26
Total	35	10	45

La fidélisation, telle que résultant des comportements observés de conservation des actions, n'atteint pas de niveaux supérieurs dans les entreprises familiales cotées.

Conclusion

L'étude empirique effectuée apporte un éclairage original sur les attraits des *stock-options* pour les entreprises familiales cotées. En ce sens, elle affine les résultats de l'enquête globale menée par le Ministère de l'emploi et de la solidarité [O. Fagnot 1999]. Si les entreprises familiales cotées allouent des *stock-options* dans des proportions qui sont loin d'être négligeables, les caractéristiques de leurs plans d'options ne se démarquent pas fondamentalement de celles des entreprises non familiales cotées. Les *stock-options* apparaissent ainsi comme l'outil d'une politique globale, et pas seulement salariale. C'est ce trait nouveau qui explique, sans doute, qu'elles y ont massivement recours.

L'élitisme des plans n'est pas un préjugé fortuit, et si entreprises familiales comme entreprises non familiales affichent très clairement des objectifs de motivation et de fidélisation, certaines caractéristiques des plans entrent en contradiction avec les intentions recherchées : tel est le cas de l'absence d'obligation de détention des actions, la présence, fréquente, de clauses de rabais sur le prix d'achat ou de souscription des actions. Toutefois, les gains financiers offerts représentent une proportion non négligeable de la rémunération annuelle brute des bénéficiaires

dirigeants sociaux, et les *stock-options*, selon les responsables d'entreprises, semblent favoriser une fidélisation accrue des ressources humaines, aussi bien dans les entreprises familiales que non familiales.

L'homogénéité, ou l'homogénéisation des comportements des entreprises françaises cotées en matière d'attribution d'options, révèle sans doute une professionnalisation de la gestion des ressources humaines des entreprises familiales cotées, confrontées à des exigences de management très proches de celles des entreprises non familiales, en termes de recrutement et de fidélisation des cadres à haut potentiel notamment, en termes d'incitation des hauts dirigeants aussi, dans un contexte de recherche de compétitivité accrue et de gouvernance des entreprises. L'observation d'une certaine banalisation incite toutefois à la prudence. En effet, il ne faut pas négliger l'existence de certains biais tenant, par exemple, à la définition de l'entreprise familiale retenue et à la sur-représentation des entreprises cotées de grande taille au sein de l'échantillon.

Il reste désormais à approfondir ce champ de recherche en conduisant des travaux empiriques complémentaires sur les effets incitatifs des *stock-options* sur la performance financière des entreprises familiales cotées, et sur la fidélisation des ressources humaines employées en leur sein. La problématique de la politique de *stock-options* des entreprises familiales cotées ouvre la voie à des pistes de recherches prometteuses.

Bibliographie

- Alcorn P.B. [1982], *Success and Survival in the Family-Owned Business*, McGraw-Hill Book Company.
- Allouche J., Amann B. [1998], « L'entreprise familiale, un état de la recherche », *Cahiers du Larego*, septembre.
- Barnes L.B., Hershon S.A. [1976], « Transferring Power in a Family Business », *Harvard Business Review*, vol. 54, p. 105-114.
- Barry B. [1975], « The Development of Organisation Structure in the Family Firm », *Journal of General Management*, vol. 3, n  1, p. 42-60.

- Beckhard R., Dyer W.G. [1983], «Managing Change in the Family Firm – Issues and Strategies », *Sloan Management Review*, vol. 24, n° 3, p. 59-65.
- Beckhard R., Dyer W.G. [1983], « Managing Continuity in the Family-Owned Business », *Organizational Dynamics*, Summer.
- Boswell J. [1972], *The Rise and Decline of Small Firms*, George Allen & Unwin Ltd.
- Caby J., Hirigoyen G. [1997], *La création de valeur de l'entreprise*, Économica.
- Catry B., Buff A. [1996], *Le gouvernement de l'entreprise familiale*, Publi-Union.
- Charreaux G. [1991], « Structures de propriété, relation d'agence et performance financière », *Revue Économique*, vol. 42, n° 3, mai, p. 521-552.
- Christensen R.C. [1953], « Management Succession in Small and Growing Enterprises », Boston Division of Research, Harvard Business School.
- Churchill N., Hatten K.J. [1987], «Non-Market-Based Transfers of Wealth and Power : A Research Framework for Family Businesses », *American Journal of Small Business*, vol. 11, n° 3, p. 51-64.
- Couret A., Hirigoyen G. [1990], *L'actionnariat des salariés*, Que sais-je ?, n° 2507, PUF, 1990.
- Dafsa Desfossés [1996], *Dictionnaire des sociétés 1997*, Paris.
- Desbrières P. [1991], *Participation financière, stock-options et rachats d'entreprise par les salariés*, Économica.
- Desbrières P. [1997], « Stock-options », in Y. Simon, J.P. Joffre (Éd.), *Encyclopédie de gestion*, Économica.
- Donnelley R.G. [1964], «The Family Business », *Harvard Business Review*, vol. 42, p. 93-105.
- Devèze J., Couret A., Hirigoyen G. [1999], *Droit du financement 2000*, Lamy.
- Eaton J., Rosen H. S. [1983], « Agency, Delayed Compensation, and the Structure of Executive Remuneration », *The Journal of Finance*, vol. 38, n° 5, December, p. 1489-1505.

- Fagnot O. [1999], « Les plans d'options sur actions (*stock-options*) : un complément de rétribution adopté par la moitié des entreprises françaises cotées en bourse », *Premières Synthèses*, 99-03, n° 10-1, DARES.
- Gallo M.A., Estapé M.J. [1992], « Family Business Among the Top 1000 Spanish Companies », *IESE Research Paper*, n° 231.
- Gélinier O., Gaultier A. [1974], *L'avenir des entreprises personnelles et familiales*, Éditions Hommes et Techniques.
- Handler W.C. [1989], « Methodological Issues and Considerations in Studying Family Businesses », *Family Business Review*, vol. 2, p. 257-276.
- Haugen R.A., Senbet L.W. [1981], « Resolving the Agency Problems of External Capital through Options », *Journal of Finance*, vol. 36, n° 3, June.
- Hirigoyen G. [1984], « Contribution à la connaissance des comportements financiers des Moyennes Entreprises Industrielles familiales », Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Bordeaux I.
- Hirigoyen G. [1984], « La fonction financière dans les moyennes entreprises industrielles et familiales », *Revue Française de Gestion*, janvier-février, p. 23-30.
- Hirigoyen G. [1987], « Transmission des PME et participation des salariés », *Revue Banque*, n° 472, p. 482-487.
- Hirshleifer D., Suh Y. [1992], « Risk, Managerial Effort, and Project Choice », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 2, p. 308-345.
- Holmstrom B.R., Ricard I Costa J. [1986], « Managerial Incentives and Capital Management », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 90, p. 835-860.
- Jensen M.C., Murphy K.J. [1990], « Performance Pay and Top-Management Incentives », *Journal of Political Economy*, vol. 98, n° 2, p. 225-264.
- Kepner E. [1983], « The Family and the Firm : A Coevolutionary Perspective », *Organizational Dynamics*, vol. 12, n° 1, p. 57-70.
- Lansberg I., Perrow S., Rogolsky S. [1988], « Family Business as an Emerging Field », *Family Business Review*, vol. 1, p. 1-8.
- O'Byrne S. [1995], « Total Compensation Strategy », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 8, n° 2, Summer, p. 77-86.

Poulain-Rehm T. [1999], « Contribution à la connaissance de la politique de *stock-options* des entreprises françaises cotées : approche quantitative et qualitative », Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, Université de Bordeaux IV Montesquieu.

Rosenblatt P.C. [1985], *The Family in Business*, Jossey-Bass Publishers.

Storck M. [1986], « Définition légale du contrôle d'une société en droit français », *Revue des Sociétés*, p. 385-404.

Viénot M. [1995, 1999], « Le conseil d'administration des sociétés cotées », Rapport du groupe de travail CNPF/AFEP.